



6 Teorie měnového kursu

Cíle vyučovací hodiny

Cílem kapitoly věnované problematice měnového kursu je popsat hlavní vztahy mezi měnovým kurzem a dalšími makroekonomickými veličinami. Především se jedná o vztah měnového kursu a úrokových měr a vztah měnového kursu a cenových hladin. Pozornost je rovněž věnována otázce přestřelování měnového kursu.

Po absolvování této vyučovací hodiny student umí:

- analyzovat dopady změny úrokových měr na měnový kurs
- analyzovat dopady změny měr inflace na měnový kurs
- vysvětlit podmínky, za kterých může docházet k prudkým výkyvům měnového kursu v krátkém období

Metody výuky

Studium literatury.

Hodnocení studentů

Studenti jsou hodnoceni během semestru na základě průběžných testů a na konci semestru formou ústní zkoušky.

Literatura - povinná

Soukup, J., Pošta, V., Neset, P., Pavelka, T. (2018) Makroekonomie. 3. aktualizované a doplněné vydání. Management Press.

Učebnice makroekonomie přináší systematický výklad teorií, které vysvětlují příčiny i důsledky takových makroekonomických procesů, jakými jsou například vývoj měnových kurzů, úrokových sazeb, růst, pokles cen či změny výše daní, což jsou prvky, které výrazně ovlivňují jak fungování každé firmy, tak i život všech lidí. Autoři se snaží nejen nastínit často odlišné přístupy různých teoretických škol k řešení makroekonomických problémů, ale také využití moderních makroekonomických konceptů při realizaci praktické hospodářské politiky.

Literatura - doporučená

Vejmělek, J. (2014) Dopad intervence ČNB do finančních trhů. Politická ekonomie, 2014(6), 808 – 823.

Článek analyzuje dopady devizových intervencí na kapitálový a dluhopisový trh, přičemž reálné makroekonomické dopady sledává jako omezené.

Komárek, L., Motl, M. (2012) Behaviorální a fundamentální rovnovážný měnový kurz české koruny. Politická ekonomie, 2012(2), 147 – 166.

Článek využívá uvedených dvou konceptů pro odhad rovnovážné úrovně kurzu pro analýzu vývoje kurzu české koruny. S využitím odhadu jsou identifikována období nadhodnocení a podhodnocení české koruny.

Shrnutí problematiky

Rozeznáváme měnové kursy valutové a devizové. Valutové měnové kursy jsou vztaženy k hotovostním obchodům, zatímco devizové měnové kursy jsou cenou bezhotovostních obchodů.



Dále vymezujeme spotové měnové kursy, které jsou cenou v současnosti dohodnutých a v současnosti realizovaných obchodů s dobou splatnosti v současnosti. Vedle toho existují termínové měnové kursy, které se váží na obchody, které jsou dohodnuté v současnosti, avšak realizované v budoucnosti. Termínový měnový kurs je tedy dnes dohodnutá cena konkrétní měny, která bude použita při konkrétním obchodu v budoucnosti. Měnové kursy jsou kotovány buď přímo, nebo nepřímo. Příímá kotace znamená, že jednotka zahraniční měny je vyjádřena počtem jednotek měny domácí. Naopak nepřímá kotace měnového kursu je dána počtem jednotek zahraniční měny za jednotku domácí měny.

Měnový kurs dané ekonomiky se může nacházet v režimu plovoucího či pevného kursu. V režimu plovoucího kursu se měnový kurs při absenci jakýchkoliv administrativních překážek přizpůsobuje aktuálním poptávkovým a nabídkovým vlivům. Naopak v režimu pevného kursu se měnový kurs aktuálním podmínkám na měnovém trhu nepřizpůsobuje vůbec, přičemž zodpovědnou institucí je obvykle centrální banka dané ekonomiky. Relativně blízko režimu plovoucího kursu se nachází tzv. řízený floating, což je režim, kdy se měnový kurs obvykle volně přizpůsobuje aktuálním podmínkám na měnovém trhu, může však být ovlivněn zásahy měnové autority. Naopak blízko režimu pevného měnového kursu se nachází crawling peg, což je režim, ve kterém je domácí měna vázána na zvolenou zahraniční měnu, nicméně tato parita se může v čase v závislosti na vývoji ekonomických podmínek přizpůsobovat.

Jednou z klíčových teorií charakterizující chování měnového kursu je nekrytá parita úrokových měr. Podmínka parity úrokových měr je odvozena ze srovnání očekávaných výnosností investice do domácího a zahraničního bezrizikového (dluhového a vysoce likvidního) aktiva. Z pohledu domácího investora je nominální výnosnost investice do domácího aktiva na jedno období dopředu jistou veličinou, neboť příslušné úrokové míry jsou na trhu již v současnosti pozorovatelné. Z pohledu domácího investora je však výnosnost investice do zahraničního aktiva z pohledu dneška očekávanou veličinou. Zahraniční úrokové míry se splatností jednoho období jsou sice na trhu pozorovatelné již dnes, avšak očekávaná výnosnost investice do zahraničního aktiva je rovněž ovlivněna pohybem měnového kursu. Aby mohl domácí investor investovat do zahraničního aktiva, musí daný objem prostředků v domácí měně nejprve konvertovat do zahraniční měny při dnes známém spotovém měnovém kursu a současně aby mohl budoucí výnos investice do zahraničního aktiva porovnat s výnosem investice do domácího aktiva, musí po uplynutí doby splatnosti výnos v zahraniční měně konvertovat zpět do domácí měny. Tento budoucí spotový měnový kurs je však dnes neznámý a investor ohledně jeho výše tvoří očekávání. Z tohoto důvodu je výnos investice do zahraničního aktiva (vyjádřený v domácí měně) očekávanou veličinou.

Výnosnost investice do domácího aktiva je tedy dána domácí úrokovou mírou, očekávaná výnosnost investice do zahraničního aktiva je dána (přibližně) součtem zahraniční úrokové míry a očekávanou mírou změny měnového kursu mezi současností a dobou splatnosti investice (prvním budoucím obdobím).

Pokud by ze srovnání výnosnosti investice do domácího aktiva a očekávané výnosnosti investice do zahraničního aktiva vyplynulo, že výnosnost investice do domácího aktiva je vyšší, investoři by začali umisťovat více zdrojů do domácích aktiv. Tím by v současnosti klesla poptávka po zahraniční měně, která by znehodnotila. Jinými slovy mi znehodnotila domácí měna. Zhodnocení domácí měny by pak automaticky vedlo k vyšší očekávané výnosnosti investic do zahraničních aktiv, neboť by se s posílením domácí měny zvýšila očekávaná míra její změny do budoucna. Tím by se na finančním trhu nastolila rovnováha a motiv pro přesun zdrojů do domácích aktiv by vyprchal.



Pokud by očekávaná výnosnost investic do zahraničních aktiv převyšovala výnosnost investic do domácích aktiv, začali by investoři přesouvat zdroje do zahraničních aktiv. Tím by vzrostla poptávka po zahraniční měně, která by posílila. Jinými slovy by oslabil domácí měna. Oslabení domácí měny v současnosti by vedlo k nižší očekávané změně měnového kursu, což by snížilo očekávanou výnosnost investic do zahraničních aktiv. Tím by se na finančním trhu nastolila rovnováha a motiv pro přesun zdrojů do zahraničních aktiv by vyprchal.

Změna úrokových měr, domácí či zahraniční, tedy vyvolává dva souběžné jevy. Tím, jak se mění (očekávaná) výnosnost domácích a zahraničních aktiv, mění se poptávka po domácí měně, která okamžitě posílí či oslabí, dle toho k jaké změně úrokových měr došlo. Na mezinárodním finančním trhu tedy dojde k dočasné nerovnováze. S tím, jak se změní současný měnový kurs domácí měny, se však automaticky mění očekávaná míra změny měnového kursu domácí měny do budoucna, což má automatický dopad na očekávanou výnosnost investic do zahraničních aktiv. Tento druhý automatický dopad změny úrokových měr pak neguje vzniklou nerovnováhu, neboť změna očekávané míry změny měnového kursu do budoucna vykompenzuje vzniklý rozdíl mezi výnosnostmi investic do domácích a zahraničních aktiv.

Podmínka parity úrokových měr je formulována i v tzv. kryté podobě, kdy se namísto budoucího spotového obchodu při dnes očekávaném budoucím měnovém kursu – zpětná konverze výnosu investice do zahraničních aktiv do domácí měny – využije termínový obchod. Investor tedy výnos investice do zahraničního aktiva již dnes prodá za dnes dohodnutý měnový kurs domácí měny vůči zahraniční. Takový měnový kurs se označuje jako forwardový. V takové situaci jsou jak (nominální) výnosnost investice do domácího aktiva, tak (nominální) výnosnost investice do zahraničního aktiva z pohledu současnosti jisté hodnoty.

Druhou klíčovou teorií měnového kursu je parita kupní síly. Absolutní verze parity kupní síly vychází ze zákona jediné ceny, dle kterého by každé zboží mělo stát v každé ekonomice po přepočtu na jednu měnu stejně. Důvodem je to, že pokud by tomu tak nebylo, existovala by možnost arbitráže, tedy možnost realizace jistého zisku. Ten by vyplýval ze zahraničního obchodu. Pokud by tedy jedno konkrétní zboží v domácí ekonomice stálo v domácí měně méně než v zahraniční ekonomice po přepočtu na domácí měnu, vyplatilo by se dané zboží nakupovat v domácí ekonomice za nižší cenu a prodávat jej v zahraniční ekonomice za vyšší cenu. To by zvýšilo poptávku po domácí měně, která by posílila. Posílení domácí měny by ovšem snížilo cenu zboží v zahraniční ekonomice po přepočtu na domácí měnu. Ziskový motiv by tedy vyprchal. Za předpokladu, že jsou všechny ziskové motivy tohoto typu využity, pak platí zákon jediné ceny. Jestliže platí zákon jediné ceny na úrovni každého jednotlivého zboží, pak platí na úrovni celé ekonomiky. Jinými slovy cenová hladina domácí ekonomiky by měla být rovna zahraniční cenové hladině vyjádřené v domácí měně. Z toho plyne, že měnový kurs domácí měny vůči zahraniční měně je dán podílem domácí a zahraniční cenové hladiny.

Parita kupní síly se často vyjadřuje v tzv. relativní verzi, ze které plyne, že očekávaná změna měnového kursu v čase je přibližně dána rozdílem mezi očekávanou mírou inflace v domácí ekonomice a očekávanou mírou inflace v zahraniční ekonomice.

V návaznosti na paritu kupní síly je možné vymezit reálný měnový kurz. Reálný měnový kurz je dán podílem zahraniční cenové hladiny vyjádřené v domácí měně pomocí nominálního spotového měnového kursu a domácí cenové hladiny. Pokud by byl nominální kurs na úrovni, která je dána paritou kupní síly, byl by reálný měnový kurz roven jedné. Pokud je tedy hodnota reálného měnového kursu vyšší než jedna, znamená to, že zahraniční cenová hladina vyjádřená v domácí měně je vyšší než domácí cenová hladina. Přibližování domácí cenové hladiny k zahraniční cenové hladině v daném případě by pak znamenalo, že by reálný měnový kurz klesal k hodnotě jedna. Takový proces



se označuje jako nominální konvergence. Je zřejmé, že nominální konvergence může probíhat buď růstem domácí cenové hladiny či posilováním nominálního kursu domácí měny vůči zahraniční či obojím současně. V dané úvaze bereme zahraniční cenovou hladinu jako konstantu.

Podmínku nekryté parity úrokových měr a relativní verzi parity kupní síly je možné propojit v rámci tzv. mezinárodního Fisherova efektu. Z nekryté parity úrokových měr plyne, že očekávaná relativní změna kurzu je dána diferencíálem domácí a zahraniční úrokové míry. Z relativní verze parity kupní síly vyplývá, že očekávaná relativní změna kurzu je dána diferencíálem očekávané míry inflace domácí a zahraniční ekonomiky. Mezinárodní Fisherův efekt pak vyjadřuje, že diferenciál nominálních úrokových měr by měl být roven diferenciálu očekávaných měr inflace. Pokud danou rovnost formulujeme tak, že rozdíl domácí úrokové míry a očekávané míry inflace domácí ekonomiky je roven rozdílu zahraniční úrokové míry a očekávané míry inflace zahraniční ekonomiky, znamená to, že reálná úroková míra domácí ekonomiky se rovná reálné úrokové míře zahraniční ekonomiky. To plyne z toho, že rozdíl mezi nominální úrokovou mírou a mírou očekávané inflace je přibližně reálná úroková míra. S ohledem na podstatu výše prezentované podmínky nekryté parity úrokových měr by měl uvedený závěr platit pro krátkodobé a bezrizikové reálné úrokové míry.

Spotový měnový kurs je cenou, která vykazuje mnohdy prudké výkyvy. Jedním z přístupů, který se snaží uvedené prudké výkyvy vysvětlit je teorie přestřelování měnového kursu.

Podstata přestřelování spočívá v tom, že měnový kurs je z pohledu krátkého období jednou z mála plně flexibilních cen (neuvažujeme režim fixního kursu). Pokud např. centrální banka provede měnovou expanzi a dojde k růstu nabídky peněz na trhu peněz, klesne úroková míra. Pokles úrokové míry dle podmínky nekryté parity úrokových měr povede k okamžitému oslabení domácí měny. Vedle toho však investoři očekávají, že nižší úrokové míry postupně povzbudí domácí agregátní poptávku prostřednictvím vyšší spotřeby, investic do hrubého kapitálu a případně v důsledku oslabení domácí měny i zlepšením zahraničního obchodu. Tato vyšší agregátní poptávka se pak postupem času projeví růstem domácí míry inflace. Vyšší míra očekávané inflace se z pohledu investorů na základě podmínky relativní verze parity kupní síly projeví vyšší hodnotou očekávaného měnového kursu v budoucnosti. Vedle vlivu nižší úrokové míry tak na oslabení domácí měny působí ještě vyšší inflační očekávání. Měnový kurs proto oslabuje krátkodobě silněji, než jak by plynulo z pouhého snížení domácí úrokové míry. S tím, jak se v domácí ekonomice však bude postupně zvyšovat cenová hladina, dojde k poklesu (reálné) nabídky peněz a úroková míra se vrátí na původní úroveň. S tímto návratem reálné nabídky peněz na původní úroveň bude docházet k růstu úrokové míry. Potom, co měnový kurs prudce oslabí, tedy bude následně s postupným nárůstem domácí úrokové míry postupně posilovat, až se dostane na novou dlouhodobou rovnovážnou úroveň, která plyne ze změny inflačních očekávání. Ve srovnání s výchozí situací tedy kurs oslabil jak krátkodobě, tak dlouhodobě. Krátkodobé oslabení však bylo prudší, neboť se v něm promítaly dvě změny – pokles úrokové míry a růst inflačních očekávání. Dlouhodobé oslabení bylo dáno pouze růstem inflačních očekávání, neboť úroková míra se se změnou reálné nabídky peněz vrátila na původní úroveň.

Tento proces může být významně ovlivněn tím, jak moc rychle vzroste agregátní poptávka a jak moc se růst agregátní poptávky promítne do poptávky po penězích. Pokud je vliv agregátní poptávky na poptávku po penězích silný a samotná agregátní poptávka vzroste silně, projeví se z toho plynoucí podstatný růst poptávky po penězích významným růstem úrokové míry, resp. růst poptávky po penězích bude negovat tlak na pokles úrokové míry plynoucí z vyšší nabídky peněz. To pak tlumí efekt přestřelení a při skutečně silném růstu poptávky po penězích k němu nemusí vůbec dojít.